

- **MARIO FERNANDEZ.** Presidente de BBK.

EUROPA EN LA ENCRUCIJADA

¿Sobrevivirá la Unión Monetaria a la crisis?

Aunque probablemente con menor intensidad que en los momentos iniciales de la llamada “crisis griega”, no necesariamente los mercados han dejado de contemplar la posibilidad incluso de que el euro, el mayor proyecto de integración económica europea acabe saltando por los aires. ¿Cómo hemos llegado hasta aquí? ¿Qué hemos hecho mal para que Europa, que no ha provocado la crisis, la esté sufriendo más que nadie? La crisis griega es el síntoma de un mal más profundo: el de las contradicciones de la construcción europea y el resultado acumulado de los siguientes desequilibrios: unas políticas fiscalmente insostenibles en algunos países, retrasos en el saneamiento del sistema financiero, falta de disciplina y flexibilidad necesarias para el buen funcionamiento de la unión monetaria, y una gobernanza deficiente de la zona del euro¹.



M. Fernández antes de su conferencia.

El nuevo fantasma que recorre Europa es el de la crisis fiscal. El Mecanismo Europeo de Estabilización del Euro constituye una fase decisiva en el futuro de la Unión Monetaria, después de que por el camino hayan quedado principios inspiradores del Tratado de la Unión (TUE): la cláusula ‘no bail—out’ que impedía los rescates de países en dificultades (Grecia ha sido rescatada mediante préstamos bilaterales), el principio de no monetización de la deuda (el BCE ha decidido comprar Deuda poniendo en cuestión otro pilar de la construcción europea, la propia Independencia del banco central), y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (13 de los 16 países lo incumplen y están sometidos a procedimientos de déficit excesivo, el 14º no ha presentado datos contrastables).

Sin embargo, el mecanismo de estabilización y la intervención del BCE, además de una respuesta global y coordinada, supone un **giro radical y un hecho histórico sin precedentes** que muestra la gravedad de las amenazas que se ciernen sobre el Euro y sobre la situación financiera de los países periféricos. Aunque tardía y dubitativamente, la UEM ha tomado conciencia de la gravedad de la situación: Los países que deseen obtener financiación del fondo de estabilización (750000 MM€ entre préstamos de la Comisión, títulos emitidos por un SPV y créditos del FMI) deberán comprometerse a un **plan de ajuste fiscal y a efectuar reformas estructurales** que serán sometidas a aprobación previa como condición para obtenerla. Se desplaza el foco de atención a la exigencia de mayores ajustes fiscales para aquellos países con una posición de sus finanzas públicas más vulnerable. Indudablemente, aunque sin un respaldo institucional, supone un paso hacia un Gobierno económico europeo y/o hacia una mayor coordinación de las políticas fiscales. Estos pasos junto con el refuerzo de los

¹ FMI urge a la recuperación de la confianza y el crecimiento del área Euro.

CURSO DE VERANO: “EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER”. 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



aspectos preventivos y sancionadores del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) se orientan hacia una mayor integración supranacional en detrimento de las soberanías nacionales. En relación al déficit fiscal, los países del Euro quedan limitados **en el cuánto** manteniendo cierta soberanía **en el cómo** siempre que superen los exámenes de sostenibilidad a largo plazo.

Los mecanismos de rescate y estabilización no solucionan definitivamente la situación de los países periféricos. Estos países ganan tiempo para proceder a un ajuste fiscal más severo y controlado, lo cual exige abrir la puerta de las reformas estructurales. El principal riesgo que presenta este modelo en el medio plazo es el impacto que los planes de ajuste fiscal puedan tener sobre la recuperación económica.

¿Es sólo una crisis de la Deuda soberana?

No se trata solamente de una crisis de la Deuda soberana de los Estados porque las cuentas públicas no son el único desequilibrio. El endeudamiento privado, en buena medida producido por el boom inmobiliario y las expectativas exuberantes durante más de 10 años, ha generado importantes déficits externos que hay que corregir en un proceso acelerado de desapalancamiento. Ambos procesos, recortes fiscales para reducir los déficits públicos y desapalancamiento de familias, empresas y entidades financieras tienen como consecuencia más probable un escenario de crecimiento lento para el próximo futuro.

Los primeros 10 años del Euro han sido un éxito. Sin duda, el logro más importante de la integración económica europea. Sin embargo, bajo la misma moneda las divergencias básicas entre países estaban aumentando. Hoy los países periféricos son más periféricos porque han perdido competitividad con relación a los países del núcleo. Ahora que el sueño de 10 años ha terminado hay que absorber estas diferencias de competitividad, devolver la ingente cantidad de deudas contraídas (desapalancamiento), pero sin contar con la devaluación del tipo de cambio.

Eliminar estos desequilibrios exige a los países más afectados, además de un proceso de consolidación fiscal y ajustes del sector privado, un programa de reformas estructurales que aumente la productividad y restaure la competitividad perdida aunque, en ausencia de instrumentos monetarios como el tipo de cambio, éste sea un camino no exento de sacrificios y dificultades

La Unión Monetaria exige pasos hacia una mayor unión política

La crisis proporciona dos lecciones importantes: por un lado, se han desvelado carencias institucionales graves en la gestión política de la crisis; por otro, la necesidad de saneamiento del sector financiero que devuelva la confianza al mismo y la normalización del flujo del crédito.

Los Gobiernos fueron la solución a la crisis; ahora, se han convertido en el problema, como señalaba The Economist ². Y no sólo por el incremento inevitable de la Deuda pública asociado a los estímulos fiscales y a la caída de la recaudación, sino que la propia gestión de la crisis ha desvelado importantes fallos de coordinación o, en términos más actuales, en la gobernanza europea. La gestión política de la crisis demuestra que los Gobiernos no han estado a la altura requerida.

Junto a los desequilibrios financieros acumulados, han aflorado todas las contradicciones originarias del Euro como proyecto estratégico basado en una política monetaria única y políticas fiscales nacionales. No fueron pocos los que en el momento de la constitución del euro anunciaron la futura crisis del mismo porque Europa no es una *zona monetaria óptima*. La evolución posterior ha mostrado cómo los mismos tipos de interés que se aplicaban a países como Francia o Alemania generaban burbujas inmobiliarias en Irlanda, España o Reino Unido; las diferencias de productividad entre países no podían ser absorbidas con el mismo tipo de cambio; la estabilidad monetaria constituía un incentivo para la generación de déficits fiscales ya que los mercados, hasta hace poco, valoraban por igual los bonos griegos que los alemanes. Ahora bien, sin los

² The Economist 11.02.10

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



MARIO FERNÁNDEZ

instrumentos monetarios —tipos de interés y tipos de cambio—, los ajustes serán más dolorosos porque se desarrollarán por la vía del empleo, de los salarios y de las prestaciones sociales.^{3 4 5}

De ahí que la Unión Monetaria exija pasos en la unión política y/o en la coordinación fiscal: Europa se encuentra ante su propio dilema: integrarse o desintegrarse ('ser o no ser' como dice el título de este Seminario). Los pasos que se anuncian se orientan hacia una mayor coordinación económica: al Mecanismo de Estabilización con control previo de las políticas fiscales para los países que acudan a él, habría que añadir el reforzamiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, especialmente sus aspectos preventivos y sancionadores, y el establecimiento de un marco de vigilancia más estrecho sobre las diferencias en la competitividad entre los países que componen la Zona Euro. ¿Llegará a implementarse una Agencia fiscal independiente en el seno de la Comisión para vigilar las políticas fiscales de los países miembros? ¿Se prolongará el Fondo de Estabilización (concebido para 3 años) como mecanismo automático y permanente de resolución de crisis financieras? ¿Cuándo habrá un supervisor único europeo sobre los mercados financieros? Aunque no supongan algo definitivo, los pasos dados avanzan sustancialmente en la dirección de un Gobierno económico europeo.

La cigarra y la hormiga en un mundo global

Una lectura simplista podría deducir que mientras los países deficitarios (USA, Irlanda, Reino Unido, España,...) gastaban, los superavitarios (China, Alemania, Japón,...) ahorran en una nueva reedición de la fábula de la cigarra y la hormiga. Sin embargo, la realidad es algo más compleja. Los desequilibrios globales han provocado que los bancos de los países superavitarios sean hoy los principales acreedores de las deudas contraídas por los países deficitarios. Cigarras y hormigas están envueltas en el mismo problema⁶. Por esa razón, el rescate de Grecia venía determinado por los 75000 MM\$ o los 45000 MM\$ que los bancos franceses y alemanes tienen contabilizados como deuda griega. La exposición de los bancos a las Deudas de los países del Sur constituye la otra cara de la moneda de la crisis de la Deuda Soberana. ¿A quién rescata la Unión Europea? ¿A Grecia y a sus ciudadanos, que tendrán que sufrir un plan de ajuste doloroso, o a sus bancos acreedores, franceses y alemanes, principalmente?⁷

En el fondo, el rescate de los países endeudados es una alternativa al saneamiento del sistema financiero aunque la opacidad de las pérdidas latentes en los balances de las entidades financieras está conduciendo a una situación muy negativa: diferenciales soberanos crecientes, mercados cerrados, restricción del crédito y dificultades de financiación. Algunos países, están cercanos a una crisis de liquidez, tanto para el sector público como privado. Con los mercados interbancarios cerrados, el BCE se convierte en el principal proveedor de liquidez a través de dos vías: la normal de las subastas periódicas entre las entidades financieras y una vía atípica, la de las compras de Deuda, que facilita la monetización de los déficits públicos.

La reforma del sistema financiero

Las dificultades crecientes de los mercados financieros ponen de relieve una intensa interrelación entre el sector real y el sector financiero hasta el punto de que hoy la debilidad de los sistemas financieros constituye el verdadero talón de Aquiles de la economía internacional. De ahí que el acuerdo para la publicación —mañana, en concreto—, de los resultados de los stress test, siguiendo el ejemplo de los realizados en USA, haya sido saludado como una muestra de transparencia que puede atenuar las sombras de duda que se ciernen sobre las entidades financieras.^{8 9}

³ In the latest edition ('a predictable crisis') of the Weekly Standard, Feldstein writes that the euro's current crisis was "an accident waiting to happen".

⁴ Krugman La trampa del euro.

⁵ Charles Wyplosz, And now? A dark scenario Charles Wyplosz 3 May 2010.

⁶ Martin Wolf, FT 27.05.10 La cigarra y la hormiga: una fábula moderna.

⁷ BIS Informe trimestral Jun2010.

⁸ We need the figures on Europe's toxic banks.

⁹ Spain stress tests may improve bank access to capital markets.

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



En la última reunión del G20 de Toronto ¹⁰, los avances hacia una nueva regulación financiera han sufrido un parón siendo aplazadas las propuestas financieras hasta la próxima cumbre internacional. No obstante, la nueva arquitectura financiera institucional (Consejo de Estabilidad financiera, Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, Sistema europeo de supervisión financiera) y el proyecto de Reforma financiera en los Estados Unidos van configurando (bien es cierto que a un ritmo más lento del previsto) un nuevo marco regulatorio para los sistemas financieros con nuevas tasas bancarias y con nuevas reglas contables (Basilea III) más exigentes y rigurosas: más capital, más liquidez, menos prociclicidad y medidas preventivas para que las 'entidades sistémicas' no lleven al sistema al borde del colapso.

¿Deben imponerse nuevos impuestos sobre actividades bancarias que compensen el 'riesgo moral' de salvar comportamientos privados arriesgados con dinero público? Hoy, la comunidad internacional (distintos países europeos han acordado implantarla, en USA parece que la propuesta inicial ha decaído en la última versión de la reforma financiera), después de descartar un impuesto sobre las transacciones financieras (tasa Tobin), parece inclinarse por un impuesto que grave las actividades bancarias en aplicación del concepto '*quien contamina, paga*'. Hay que destacar que la inevitable consecuencia de nuevos impuestos y una regulación más estricta será la de hacer más escaso y más caro el crédito bancario, precisamente en momentos como los actuales en que se demanda de las entidades mayores facilidades para financiar a las empresas y los consumidores.

Para las entidades españolas, la existencia en España de un sistema de FGD ex ante considerado como el más sólido de la UE supone una ventaja inicial que podría transformarse en desventaja comparativa si se obliga a las entidades a compensar unos costes públicos, que en España no se han producido, soportando impuestos similares a los de otros países que mantienen mecanismos de garantía mucho menos exigentes.

Un horizonte de austeridad

A partir de la crisis de la Deuda soberana en Europa, y especialmente después del plan de rescate de Grecia, se ha abierto un nuevo escenario para la economía europea. Los estímulos fiscales de corte neokeynesiano han dado paso a programas generalizados de ajuste fiscal bajo la batuta del rigorismo alemán resolviendo por la vía de los hechos la esquizofrenia del FMI y del G20 que proponían al mismo tiempo pisar el acelerador (medidas de estímulo de la demanda) y el freno (ajuste fiscal). La vía de la reducción del déficit ha sido sancionada por los mercados, por el BCE, por el G20, por el BIS y por el propio Mecanismo de Estabilización que exige recortes fiscales para acceder a la financiación aprobada por la Unión Monetaria. En Europa al menos, la 'solución inflacionista' propuesta un grupo de economistas entre los que se encuentra incluso el economista jefe del FMI (8), tendrá que esperar ¹¹.

Alemania locuta, causa finita ¹². Obviamente, no se trata de culpabilizar a Alemania del rumbo emprendido por la Unión Monetaria. Alemania tiene poderosas razones históricas y sociales que justifican su 'cultura de la estabilidad'. A la hiperinflación de los años 20, con sus consecuencias dramáticas que condujeron al triunfo del nazismo y a la Guerra mundial, se unen los límites y garantías políticas que introduce el Tribunal Constitucional de Karlsruhe para participar en la Unión Europea y una opinión pública cansada de jugar el papel de prestamista de última instancia en el rescate del euro y de los países indisciplinados. Titulares de prensa alemana como '*¿Por qué tenemos que pagarles a los griegos sus jubilaciones de lujo?*' abonan el tópico generalizado de que "la Unión Europea es cuando todos se ponen de acuerdo y Alemania paga". Lo que constituye, en todo caso, una aproximación parcial, pues son obvios los beneficios obtenidos por la economía alemana, fundamentalmente en su condición de nación fundamentalmente exportadora.

No es el momento de cuestionar lo acertado del camino elegido. Parte de la comunidad financiera internacional lo considera un paso hacia el masoquismo o hacia el abismo (Stiglitz, Krugman, Blanchard, Financial Times, Martin Wolf, The Economist, Wolfgang Munchau, Paul de Grawe...). A largo plazo, la austeridad fiscal deberá ser compatible con una corrección de los

¹⁰ Declaración final G20 Toronto 26-27 junio.

¹¹ FMI: Reconsiderando la política macroeconómica.

¹² Maligned Germany is right to cut spending (Wolfgang Schauble).

Merkel Q&A: 'Germany knows the value of all things European'.

Para lograr un crecimiento sólido hay que reducir el déficit público" (Schauble).

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



MARIO FERNÁNDEZ

desequilibrios globales, lo cual significa que China, Alemania y otros países superavitarios deben contribuir en mayor medida al crecimiento global estimulando su demanda interna y revaluando sus monedas.

Sin embargo, sólo queda adaptarse a un escenario de sesgo deflacionista que hoy por hoy aparece como inevitable y que ya se dibuja en la curva de tipos de interés de los bonos a largo plazo: Alemania con tendencia a la baja por su rigor fiscal y por el efecto refugio que supone su credibilidad económica, mientras los países periféricos sufrirán la ampliación o reducción de sus diferenciales en función del grado de incumplimiento de los programas de ajuste presupuestario.

El comunicado final del G20 de Toronto, envuelto en la retórica política habitual, trata de compatibilizar las apuestas por la austeridad fiscal y por el crecimiento. Sin embargo son difíciles de compatibilizar porque las necesidades del corto plazo apuntan hacia el crecimiento y los estímulos a la demanda, y las del largo plazo requieren el saneamiento de los balances financieros públicos y privados. Desde el punto de vista europeo, los programas de ajuste fiscal (todos los países recortando gastos al mismo tiempo) pueden poner en peligro el crecimiento y la frágil recuperación económica¹³.

La encrucijada europea tenía dos direcciones: una conducía a Grecia, la otra a Japón. Descartada otra 'tragedia griega', la Unión Monetaria europea se enfrenta al riesgo de reeditar una década perdida a la japonesa: deflación, escaso crecimiento y trampa de la liquidez. Hoy el escenario más probable para Europa no es una recaída en la recesión ('double dip' o caída en W) sino un horizonte largo de deflación a la japonesa con una actividad económica insuficiente para crear empleo ('jobless recovery'). La vía de salida escogida conlleva un peligro cierto de que la secuencia *crisis financiera* - *crisis real* - *crisis fiscal* acabe prolongándose en una *crisis social* de consecuencias imprevisibles.

La austeridad es el horizonte de medio plazo. Quizá haya espacio para introducir matices a la austeridad: reducir más los gastos corrientes y menos la inversión productiva, no penalizar la educación ni la I+D+i, aumentar el presupuesto de la Unión mediante mecanismos como la emisión de deuda pública comunitaria y compensar la austeridad fiscal con una política monetaria más expansiva, como propone Roubini¹⁴, aunque el estatuto de independencia de los bancos centrales alejaría la posibilidad de implementar esta última opción. Pero lo cierto es que no existe un camino distinto al que dictan los mercados financieros internacionales.

Más allá de 2011: reflexiones finales

Quizá alguna vez hayan sido los Estados demasiado grandes para problemas pequeños, pero hoy, como lo demuestra la crisis griega y de los países del Sur de Europa, resultan demasiado pequeños para los grandes problemas. En medio de esta globalización es imprescindible, aunque no es lo que ha ocurrido en España durante prácticamente dos años, hacer un ejercicio de realismo, aceptando —sin renunciar a introducir los cambios necesarios— el poder de los mercados o de las instituciones multilaterales. Sólo queda un camino —adaptarse a las circunstancias, ajustar costes— y responder de la única manera posible —innovación, internacionalización y conocimiento—.

Esta crisis, la más grave de la historia reciente, ha derribado muchos conceptos poniendo en cuestión muchos de los principios que creíamos asentados en nuestras sociedades y resucitando dilemas de alcance histórico: soberanías nacionales vs. globalización y multilateralismo, proteccionismo vs. liberalización, regulación vs. autorregulación de los mercados, independencia de los bancos centrales vs. políticas económicas anticíclicas. Una víctima de la crisis será el actual Estado—bienestar, asentado sobre las bases de la postguerra, cuyos límites están asomando claramente en estos escenarios de restricción fiscal, que exige inevitablemente un ajuste a las nuevas circunstancias económicas y financieras porque sólo su racionalización permitirá su supervivencia a largo plazo. Como ponen de manifiesto las proyecciones a largo plazo de la Deuda Pública realizadas por el Banco de Pagos Internacionales (BIS), la mayoría de los países desarrollados alcanzaría niveles superiores al 300-400% del PIB en 2040 si no se corrigen las tendencias expansivas de la sanidad y del envejecimiento de la población, lo cual, además de insostenible, representaría una ruptura del pacto intergeneracional

¹³ Eurozone crisis: beggar thyself and thy neighbour.

¹⁴ Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli, Blog del FMI 'Ten Commandments for Fiscal Adjustment in Advanced Economies' (Diez Mandamientos para el ajuste fiscal en las economías avanzadas).

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:



inasumible. El modelo europeo de Estado-bienestar es algo que ha costado demasiado construir como para tirarlo por la borda en esta ocasión. Si queremos salvarlo hay que ajustarlo a las nuevas condiciones económicas y financieras.

Un breve comentario sobre el sector financiero español. El caso de las cajas de Ahorros

El caso del sistema financiero español es paradójico. Aunque no ha necesitado hasta el momento inyecciones de capital público para sortear la recesión, la persistencia de la crisis inmobiliaria y las dificultades en los mercados de financiación le obligan a realizar una profunda reestructuración para adaptarse al nuevo escenario de menor demanda, mayor desempleo y estrechamiento de márgenes. Esta situación se agrava en el caso de las Cajas tanto por su mayor exposición al sector inmobiliario y un mayor sobredimensionamiento de sus redes como por sus propias características que limitan su acceso a los mercados de capital.

El proceso de reestructuración de las Cajas que ha comenzado incluye 2 intervenciones, y 12 integraciones con ayudas del FROB (7 procesos con 26 entidades participantes y otros 5 sin ayudas del FROB con 12 participantes), con unas inyecciones públicas de capital que en este momento ascienden a unos 11000 MM€ .En total, han participado en el proceso 39 de las 45 Cajas de Ahorros existentes, afectando al 92% de los activos.

Hay que subrayar que el proceso de reestructuración de las cajas se produce en el peor escenario posible con caídas de márgenes superiores al 20%, disminución del negocio bancario, aumentos imparable de la morosidad y mercados de financiación cerrados. A esto hay que añadir los cambios legales previstos para aproximar las cajas al mercado, con el fin de aumentar su disciplina y posibilitar su desarrollo y capitalización a medio plazo. Los cambios previstos en la LORCA (RDL 11/2010) abren un abanico de posibilidades para las cajas de ahorros, bajo un régimen opcional. Cualquier entidad podrá optar por:

- Mantener su condición de caja de ahorros, como hasta ahora, con la posibilidad de emitir cuotas participativas, incluso dotadas con derecho de voto.
- Integrarse en un Sistema Institucional de Protección (SIP), teniendo licencia bancaria el vehículo común.
- Ceder todo su negocio financiero a un banco manteniendo su condición de caja. La obra social y la cartera industrial permanecen en la caja.
- Transformarse en fundación cediendo todo su negocio como entidad de crédito a un banco en el que participa

Aquí nuevamente es necesario hacer una apelación al realismo. Es cierto, y por demás, justo, que la evolución del modelo de las cajas de ahorros debe hacerse desde el respeto a la importante función que han venido desarrollando en el sector financiero español, favoreciendo la inclusión financiera, evitando oligopolios en el sector, realizando una obra social muy importante, etc. No es menos cierto, que con el mismo modelo hay Cajas bien gestionadas y Cajas mal gestionadas.

Pero los nuevos tiempos exigen la evolución de un modelo con origen en el siglo XIX. A estos efectos, no es ocioso contemplar lo que ha ocurrido en otros países de nuestro entorno europeo (Reino Unido, Italia,...). Finalmente, las nuevas necesidades de capital ("más y mejor capital"), exigirán acudir a los mercados pero será necesario hacerlo con productos financieros y entes emisores homologados a los que habitualmente se utilizan en los mismos.

Donostia, a 22 de julio de 2010.

CURSO DE VERANO: "EUROPA EN EL S.XXI: SER O NO SER". 21-22-23 julio. 2010.

Colaboradores:

